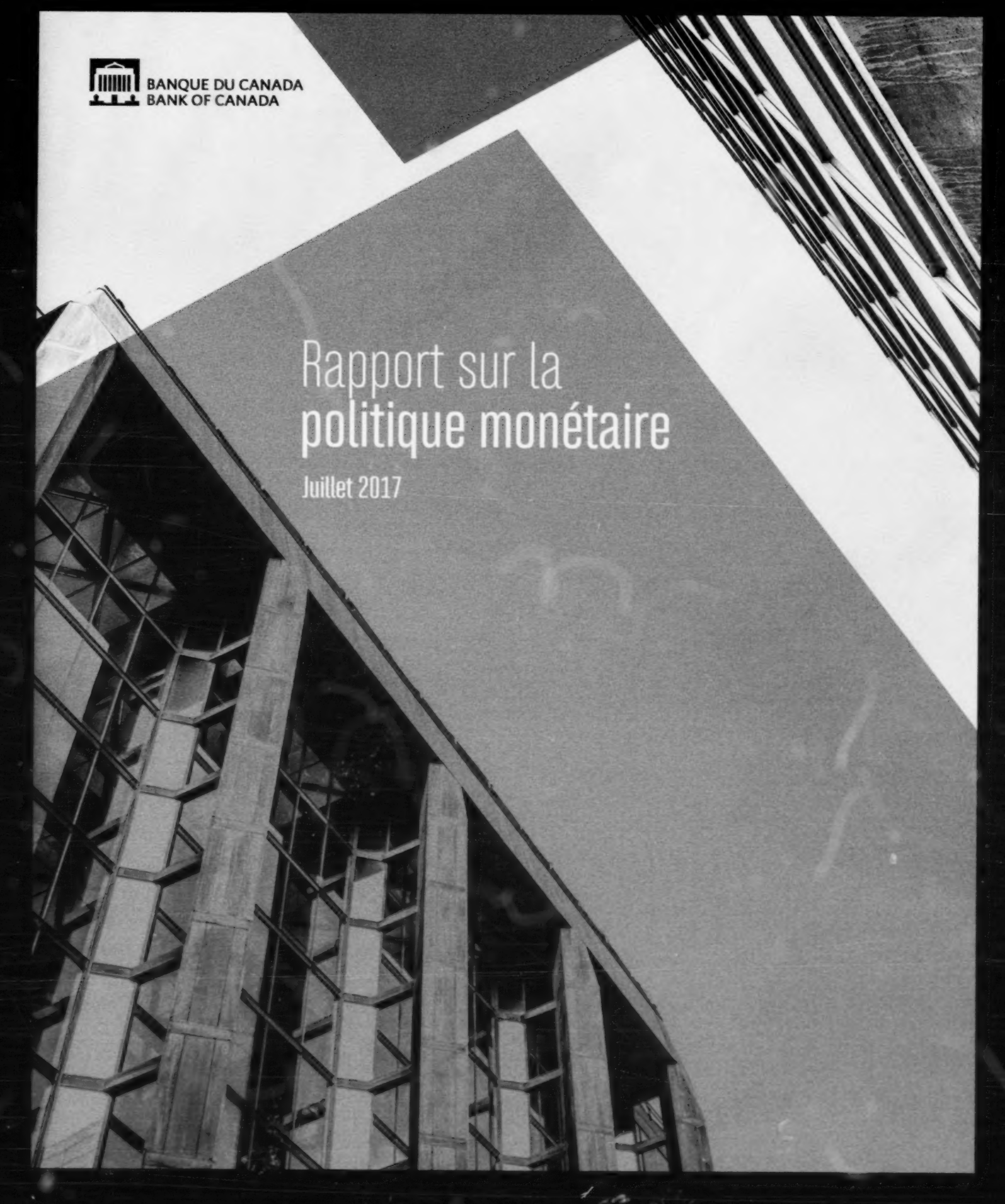


BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la **politique monétaire**

Juillet 2017

La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada[1]

Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2016, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2021. Établie pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC), cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour[2]. Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.
- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de l'économie et sur leurs implications pour l'inflation. La rédaction du *Rapport sur la politique monétaire* constitue un élément important de cette démarche. Les décisions de la Banque en matière de politique monétaire sont normalement annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et les résultats de l'actualisation de sa projection, y compris les risques qui l'entourent, font l'objet d'une analyse complète publiée quatre fois par an dans le *Rapport*.

Le régime de ciblage de l'inflation est *symétrique* et *flexible*

- Le régime canadien de ciblage de l'inflation se distingue par son caractère *symétrique* : la Banque se préoccupe en effet autant d'un taux d'inflation qui dépasse la cible de 2 % que d'un taux qui lui est inférieur.
- Ce régime est également *flexible*. En temps normal, la Banque cherche à ramener l'inflation au taux visé dans un délai de six à huit trimestres. L'horizon pour l'atteinte de la cible d'inflation pourra cependant varier, selon la nature et la persistance des chocs économiques.

Le suivi de l'inflation

- À court terme, les prix de certaines composantes de l'IPC peuvent être particulièrement volatils. Ces composantes, ainsi que les modifications des impôts indirects comme la TPS, peuvent occasionner des fluctuations considérables de l'IPC.
- Pour formuler la politique monétaire, la Banque cherche à faire abstraction des variations transitoires de l'inflation mesurée par l'IPC et se fonde sur des mesures de l'inflation fondamentale plus représentatives de la tendance sous-jacente de l'inflation. De ce point de vue, ces mesures servent de guide dans la conduite de la politique monétaire afin de faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC — elles ne remplacent pas l'inflation mesurée par l'IPC.
- Les trois mesures de l'inflation fondamentale que privilégie la Banque sont : l'IPC-tronq, qui exclut de l'IPC les composantes dont les taux de variation, au cours d'un mois donné, affichent les variations les plus extrêmes; l'IPC-méd, qui correspond à la variation de prix se situant au 50e centile de la distribution des variations de prix au cours d'un mois donné, pondérées selon les poids des composantes dans le panier de l'IPC; et l'IPC-comm, qui extrait les mouvements communs des prix entre les catégories du panier de l'IPC au moyen d'une méthode statistique.

---

1 Voir la *Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant le renouvellement de la cible de maîtrise de l'inflation* (24 octobre 2016) ainsi que le document d'information publié à ce sujet en octobre 2016. On peut consulter ces deux documents dans le site Web de l'institution.

2 La Banque dispose d'une série de mesures exceptionnelles qu'elle pourrait prendre pour accroître la détente monétaire ou améliorer les conditions sur le marché du crédit lorsque les taux d'intérêt se situent à un niveau très bas. Ces mesures et les principes qui en régissent l'utilisation sont décrits dans le *Cadre de conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt*, publié également dans le site de la Banque.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada peut être consulté dans le site Web de la Banque, à l'adresse banqueducanada.ca.

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

Service d'information publique
Département des Communications
Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

Téléphone : 613 782-8111;
1 800 303-1282 (sans frais en Amérique du Nord)
Courriel : info@banqueducanada.ca
Site Web : banqueducanada.ca

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)
© Banque du Canada, 2017

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Juillet 2017

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Stephen S. Poloz, Carolyn A. Wilkins, Timothy Lane, Lawrence Schembri, Lynn Patterson et Sylvain Leduc.

Table des matières

L'économie mondiale 1

- Les conditions financières mondiales 2
- Les États-Unis 2
- Les autres économies avancées 3
- L'inflation fondamentale 4
- Les pays émergents 5
- Les prix des produits de base 5

L'économie canadienne 7

- Encadré 1 : Principaux éléments du scénario de référence 8
- L'évolution récente 9
- La marge de capacités excédentaires 10
- L'inflation 11
- Encadré 2 : Expliquer le récent ralentissement de l'inflation au Canada 12
- Les perspectives économiques 13
- Les exportations 15
- Les investissements des entreprises 16
- Les dépenses des ménages 17
- Le secteur du logement 18
- Les perspectives d'inflation 19

Les risques entourant les perspectives d'inflation 21

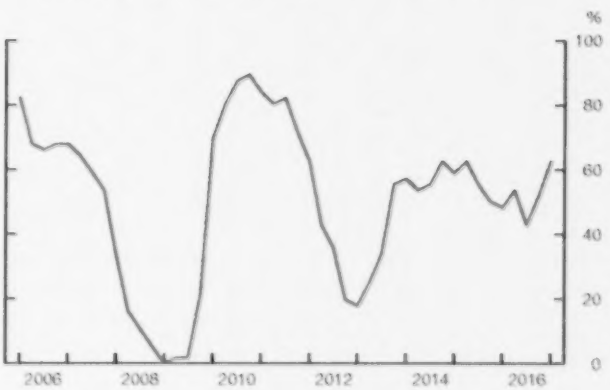
L'économie mondiale

La croissance économique continue de se renforcer et de s'étendre à un nombre grandissant de pays et de régions du monde (**Graphique 1**). L'économie américaine croît à un rythme modéré, et on observe des signes d'un redressement plus uniforme de l'activité dans la zone euro ainsi qu'une reprise dans quelques pays émergents qui étaient en récession. À l'échelle mondiale, le commerce et la progression des investissements se sont raffermis, en raison du plus grand synchronisme de l'expansion et de la dissipation des effets du choc des prix du pétrole. La croissance économique mondiale devrait atteindre quelque 3 1/2 % en 2017 (**Tableau 1**). L'inflation fondamentale s'est atténuée récemment dans certaines économies avancées, en grande partie à cause de facteurs temporaires, tandis que la résorption de la marge de capacités excédentaires se poursuit.

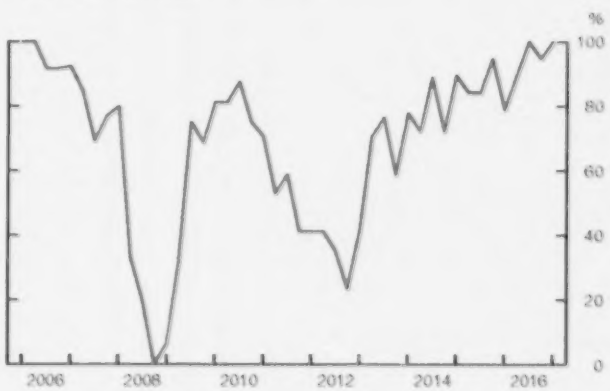
Des inconnues, particulièrement en ce qui concerne la politique de commerce extérieur des États-Unis, continuent à brouiller les perspectives. Même si la projection relative à l'économie mondiale suppose toujours que ces sources d'incertitude auront une incidence négative sur les décisions en matière de commerce et d'investissement, de telles variables continuent de faire peser des risques à la baisse sur la projection.

Graphique 1 : **La croissance s'étend à un nombre grandissant de pays à l'échelle mondiale et dans la zone euro**

a. Part des pays où la croissance du PIB réel est supérieure à sa moyenne sur trois ans[a], données trimestrielles



b. Part des pays de la zone euro où la croissance du PIB réel est positive[b], données trimestrielles



a. La croissance en glissement annuel porte ici sur 56 économies avancées et émergentes représentant 86 % du PIB mondial en parité des pouvoirs d'achat.
b. Les taux de croissance sont calculés en glissement trimestriel. Les données du premier trimestre de 2017 font abstraction de l'Irlande.
Sources : sources nationales et Eurostat par l'intermédiaire de Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : 2017T1

Tableau 1 : **Projection relative à la croissance de l'économie mondiale**

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2016	2017	2018	2019
États-Unis	16	1,6 (1,6)	2,2 (2,1)	2,1 (2,3)	1,8 (1,9)
Zone euro	12	1,7 (1,7)	1,9 (1,6)	1,7 (1,6)	1,5 (1,5)
Japon	4	1,0 (1,0)	1,1 (1,1)	0,8 (0,8)	0,8 (0,8)
Chine	17	6,7 (6,7)	6,6 (6,5)	6,3 (6,3)	6,3 (6,3)
Pays émergents importateurs de pétrole[c]	32	3,6 (3,3)	4,0 (3,7)	4,0 (4,0)	4,2 (4,2)
Autres pays[d]	19	1,0 (0,9)	1,7 (2,1)	2,5 (2,5)	2,7 (2,8)
Ensemble du monde	100	3,0 (2,9)	3,4 (3,3)	3,4 (3,4)	3,4 (3,5)

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du Fonds monétaire international (FMI) des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2015 publiées en octobre 2016 dans les *Perspectives de l'économie mondiale*.

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.

c. Le groupe des pays émergents importateurs de pétrole n'inclut pas la Chine. Il est composé des grands pays émergents d'Asie, d'Amérique latine, du Moyen-Orient et d'Afrique — comme l'Inde, le Brésil et l'Afrique du Sud — ainsi que des nouveaux pays industrialisés comme la Corée du Sud.

d. Le groupe « Autres pays » comprend toutes les économies qui ne font pas partie des cinq premières régions. Il est composé des pays émergents exportateurs de pétrole (p. ex., Russie, Nigéria et Arabie saoudite) et des autres économies avancées (p. ex., Canada, Royaume-Uni et Australie).

Source : Banque du Canada

Les conditions financières mondiales continuent à soutenir la croissance

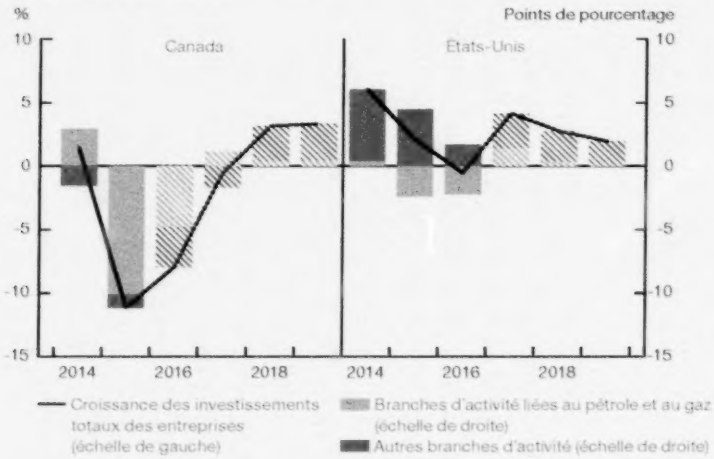
Les rendements des obligations d'État à long terme ont légèrement augmenté depuis avril, mais ils restent bas en regard du passé. La hausse des rendements résulte d'un renforcement de la croissance et du fait que les marchés s'attendent à la mise en place, dans les économies avancées, de mesures de politique monétaire moins expansionnistes, dont la réduction du bilan de la Réserve fédérale américaine qui devrait s'amorcer plus tard cette année. À l'échelle mondiale, les écarts de crédit restent près des creux touchés après la crise et les cours des actions avoisinent leurs sommets antérieurs. Le dollar américain a affiché une dépréciation modeste.

L'économie américaine devrait progresser à un rythme modéré

L'économie américaine a évolué essentiellement comme on l'entrevoyait au moment de la publication du *Rapport sur la politique monétaire* d'avril. Au premier trimestre, la croissance a ralenti surtout en raison de facteurs transitoires, dont l'effet modérateur exercé par les stocks et un repli de la consommation de services publics attribuable aux conditions météorologiques. Parallèlement, l'expansion a été soutenue par une hausse des investissements des entreprises plus forte et plus généralisée que ce à quoi l'on pouvait s'attendre, y compris un redressement marqué des investissements dans le secteur de l'énergie. Les données récentes, notamment celles relatives au revenu du travail et à la consommation, laissent présager un rebond de la croissance au deuxième trimestre. L'inflation a été plus faible que prévu, en grande partie du fait de facteurs temporaires. Le rythme des gains au chapitre de l'emploi reste en phase avec un taux de chômage en recul.

Graphique 2 : **Les investissements des entreprises devraient se raffermir aux États-Unis et au Canada**

Contribution à la croissance des investissements totaux des entreprises, données annuelles



Nota : Pour les États-Unis, les branches d'activité liées au pétrole et au gaz englobent l'exploitation minière.

Sources : Statistique Canada, Bureau des statistiques du travail des États-Unis par l'intermédiaire de Haver Analytics et estimations, calculs et projections de la Banque du Canada

La perspective de voir les États-Unis adopter une politique budgétaire expansionniste est moins claire qu'elle ne l'était en avril, compte tenu des retards dans le processus décisionnel. Par conséquent, l'incidence des mesures de relance budgétaire, qui avait été intégrée dans les prévisions de janvier et d'avril, n'est plus prise en compte[1].

Les facteurs fondamentaux de l'économie américaine donnent toujours à penser que la croissance s'établira autour de 2 % durant la période de projection, soit légèrement au-dessus de la croissance estimée de la production potentielle (1 3/4 %). La progression de la consommation devrait rester solide, aidée par les gains au chapitre du revenu du travail. On s'attend à ce que la vigueur de la demande intérieure continue à soutenir les investissements des entreprises (**Graphique 2**). Par contre, les exportations nettes continueront probablement à exercer un effet modérateur en raison, notamment, de l'appréciation passée du dollar américain.

Les perspectives de croissance dans la zone euro continuent de s'améliorer

L'évolution récente donne à penser que le dynamisme dans la zone euro a été supérieur aux prévisions d'avril, et la croissance s'est généralisée dans les pays membres. Au premier trimestre, tous les membres de la zone ont enregistré une croissance positive : c'était la deuxième fois que cette situation se produisait au cours de la dernière année (**Graphique 1**).

De récents indicateurs, dont l'indice des directeurs d'achat et des mesures de la confiance des consommateurs, laissent entrevoir un rythme de croissance de l'économie supérieur à celui de la production potentielle.

1 Dans la projection d'avril, on présumait que les mesures de relance ajouteraient 1/2 % au niveau du PIB des États-Unis d'ici la mi-2019.

L'incertitude à l'égard des politiques semble aussi avoir diminué ces derniers mois, ce que l'on peut en partie attribuer au résultat des élections françaises. La politique monétaire très expansionniste et l'amélioration de la croissance du crédit devraient continuer à soutenir une progression d'environ 1 3/4 % en 2017-2018 et de 1 1/2 % en 2019, une légère baisse découlant de la résorption de l'écart de production.

Au Japon, les faibles gains salariaux et la lente hausse de la production potentielle annoncent un rythme de croissance de quelque 1 % durant la période de projection.

L'inflation fondamentale demeure modérée dans les économies avancées

Plusieurs économies avancées ont connu une inflation fondamentale modérée (**Graphique 3**). Dans bien des cas, cette situation s'explique par des capacités excédentaires restantes, en particulier une marge persistante de ressources inutilisées sur le marché du travail ayant freiné la croissance des salaires. L'augmentation des salaires et des prix devrait s'accentuer dans ces économies pendant la période de projection, dans un contexte où la croissance continue de dépasser son niveau potentiel.

Cependant, le fait que l'inflation fondamentale soit faible et qu'elle se soit inscrite en baisse dans certaines économies avancées ces derniers temps, en dépit de la diminution de la marge de capacités excédentaires, nécessiterait une analyse plus approfondie. Ce recul est en grande partie dû à des facteurs temporaires. Aux États-Unis, par exemple, une intensification de la concurrence parmi les fournisseurs de services de télécommunications ainsi que l'introduction de médicaments génériques ont provoqué ce qui s'avérera probablement être un fléchissement ponctuel du niveau des prix.

Graphique 3 : **L'inflation fondamentale demeure modérée dans les économies avancées**

Écart de l'inflation fondamentale par rapport à la cible des banques centrales, données mensuelles

Sources : sources nationales par l'intermédiaire de Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : mai 2017 (États-Unis et Japon) et juin 2017 (zone euro)

Le ralentissement de l'inflation dans plusieurs régions donne toutefois à penser que des facteurs communs jouent aussi un rôle. L'une des explications envisageables réside dans une possible diminution des attentes d'inflation occasionnée par une longue période d'inflation inférieure à la cible dans beaucoup d'économies avancées. Des changements structurels liés aux progrès technologiques dans l'économie mondiale pourraient également être une des causes du ralentissement. Ces progrès ont peut-être stimulé la productivité par des voies difficiles à mesurer et contribué ainsi à la croissance potentielle de l'économie mondiale, ce qui impliquerait une marge de capacités excédentaires plus grande que les estimations usuelles ne l'indiquent. Il se peut aussi que l'essor du commerce électronique ait avivé la concurrence entre détaillants en leur permettant de pénétrer les marchés étrangers. Cet essor aurait ainsi modifié les comportements en matière d'établissement des prix et rendu les prix plus sensibles aux nouvelles informations et aux conditions sur les marchés mondiaux. Une inflation plus basse, si elle dénote une production potentielle de l'économie mondiale plus élevée et une concurrence accrue, laisse supposer une hausse du niveau de vie plutôt qu'elle ne témoigne de la faiblesse de l'économie. L'influence de divers facteurs sur l'inflation est ambiguë et il faudra mener d'autres analyses pour évaluer leur importance relative[2].

Les pays émergents sont encore les moteurs de la croissance mondiale

Les perspectives de l'économie chinoise concordent toujours avec celles présentées dans le *Rapport* d'avril. La croissance a été inégale depuis le début de l'année. Au premier trimestre, elle a affiché une vigueur moindre que prévu, compensée par des signes indiquant un dynamisme accru au deuxième trimestre. La croissance du crédit demeure élevée, mais devrait continuer de s'atténuer graduellement. On s'attend à ce que l'expansion en Chine ralentisse légèrement durant la période de projection, pour passer d'environ 6 1/2 % en 2017 à 6 1/4 % en 2018-2019, parallèlement au rééquilibrage en cours vers une croissance plus axée sur la consommation.

Les pays émergents importateurs de pétrole affichent un plus grand dynamisme à court terme qu'on ne l'avait anticipé en avril, ce qui fait foi d'une relance plus forte de la croissance dans certains pays, par exemple le Brésil. La reprise en cours dans les pays émergents qui étaient en récession et l'avancement des réformes économiques dans certains pays sont susceptibles de favoriser un redressement de la croissance, laquelle devrait passer d'environ 4 % en 2017 à quelque 4 1/4 % en 2019.

On s'attend à une accélération du rythme d'expansion dans les pays exportateurs de pétrole, l'incidence du fléchissement passé des prix du pétrole s'estompant. La croissance dans le groupe des « autres pays » devrait augmenter, pour passer d'environ 1 3/4 % en 2017 à quelque 2 3/4 % en 2019.

L'accroissement de la production de pétrole de schiste aux États-Unis contribue aux baisses de prix

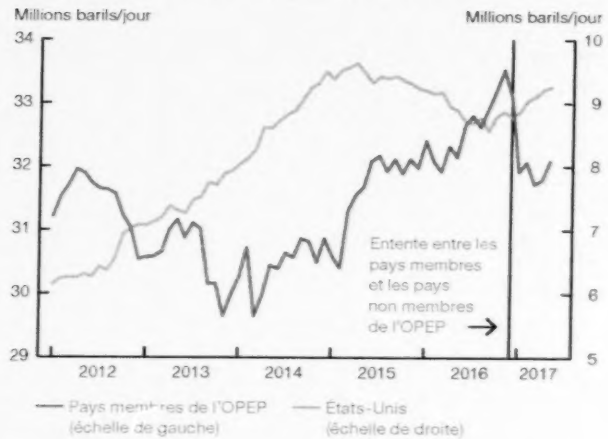
Les cours de référence mondiaux du pétrole brut ont récemment atteint en moyenne 50 $ US le baril (Brent), ce qui est inférieur de près de 10 % au niveau postulé en avril. L'annonce de la prolongation, jusqu'au début

---

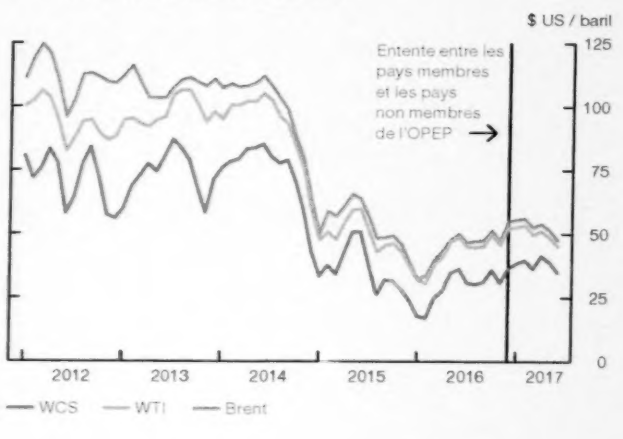
2 Voir, par exemple, D. M. Byrne, J. G. Fernald et M. B. Reinsdorf (2016), « Does the United States Have a Productivity Slowdown or a Measurement Problem? », *Brookings Papers on Economic Activity*, printemps; et C. Syverson (2016), *Challenges to Mismeasurement Explanations for the U.S. Productivity Slowdown*, document de travail n° 21974, National Bureau of Economic Research, février.

Graphique 4 : **La hausse de la production de pétrole de schiste aux États-Unis annule en partie les efforts de rééquilibrage de l'OPEP**

a. Production de pétrole brut, données mensuelles



b. Prix du pétrole brut, données mensuelles



Nota : OPEP est l'acronyme de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole. Les sigles WCS et WTI signifient respectivement Western Canada Select et West Texas Intermediate.

Sources : Chicago Mercantile Exchange et Intercontinental Exchange par l'intermédiaire de Haver Analytics, New York Mercantile Exchange par l'intermédiaire de Bloomberg L.P., Agence internationale de l'énergie et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : mai 2017 (production de pétrole brut) et juin 2017 (prix du pétrole brut)

de 2018, des réductions de la production par l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et d'autres producteurs de pétrole n'a pas entièrement dissipé l'inquiétude des marchés quant à la croissance plus forte qu'escompté de la production de pétrole de schiste aux États-Unis et au niveau élevé des stocks (**Graphique 4**).

Des risques tant à la hausse qu'à la baisse pèsent sur les prix du pétrole. À court terme, les risques sont orientés à la baisse, car les progrès technologiques pourraient continuer de réduire les coûts de production du pétrole, notamment ceux du pétrole de schiste aux États-Unis. L'offre pourrait aussi augmenter rapidement en 2018 dans l'éventualité d'un retrait désordonné de l'entente actuelle de l'OPEP concernant la production. Il n'est pas exclu que les avancées technologiques continuent d'exercer des pressions à la baisse au-delà de 2018, mais les risques à la hausse devraient prédominer vu que, par suite de la diminution passée des investissements, les capacités pourraient ne pas suffire à satisfaire la demande croissante.

En ce qui concerne les produits de base non énergétiques, les prix des produits agricoles sont plus élevés qu'en avril, ce qui s'explique en partie par les perturbations provoquées par les conditions météorologiques en Amérique du Nord et en Europe. Les prix du bois d'œuvre ont quelque peu reculé du fait du ralentissement des mises en chantier aux États-Unis. Par ailleurs, les marchés ont largement répercuté sur leurs prix les droits antidumping supplémentaires imposés sur les exportations canadiennes de bois d'œuvre résineux, qui ont été annoncés en juin par l'administration américaine. Pour leur part, les prix du minerai de fer ont diminué, en raison notamment de la persistance de l'offre excédentaire. Les cours des autres métaux communs sont demeurés, dans l'ensemble, essentiellement inchangés. À plus long terme, l'indice des prix des produits de base non énergétiques de la Banque du Canada devrait rester stable durant la période de projection.

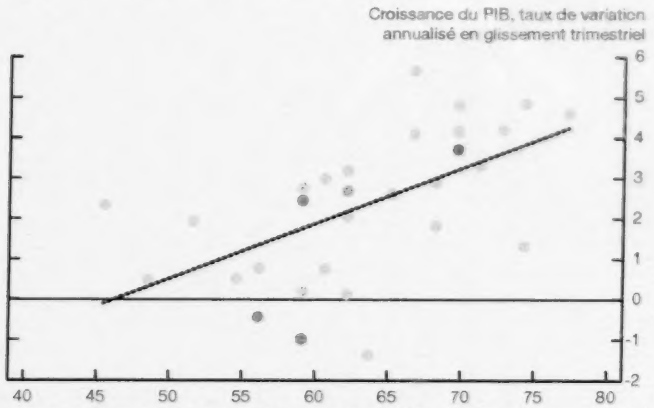
L'économie canadienne

L'activité économique a fortement progressé ces derniers trimestres. La croissance de la demande est tirée par les dépenses robustes des ménages, mais on observe des signes précurseurs indiquant que ses sources s'équilibrent davantage, dont le récent redressement des exportations et des investissements des entreprises. La croissance se généralise également à l'échelle des régions et des secteurs, plus des deux tiers des branches d'activité connaissant une expansion (**Graphique 5**).

La Banque s'attend à ce que, durant la période de projection, les capacités excédentaires continuent de se résorber au sein de l'économie : celle-ci devrait croître plus rapidement que la production potentielle, quoiqu'à un rythme plus lent qu'au cours des derniers trimestres. L'activité économique sera soutenue par la hausse de la demande étrangère, les mesures de relance budgétaire ainsi que les conditions monétaires et financières expansionnistes. L'augmentation des exportations et des investissements contribuera à la diversification escomptée de la composition de la demande, ce qui aidera à soutenir l'expansion économique à mesure que la croissance de l'investissement résidentiel et de la consommation des ménages ralentira.

Graphique 5 : **Pour une grande partie des branches d'activité, le PIB affiche une forte croissance en 2017**

Relation entre la répartition de la croissance du PIB réel aux prix de base et la croissance du PIB aux prix du marché, de 2009T3 à 2017T1, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : 2017T1

Du fait surtout de l'accélération de la croissance enregistrée au début de l'année, le taux d'expansion du PIB réel devrait atteindre 2,8 % en 2017, avant de baisser pour s'établir à 2,0 % en 2018 et à 1,6 % en 2019 (**Tableau 2** et **Encadré 1**). L'écart de production devrait se refermer vers la fin de 2017, soit plus tôt que ce qui était prévu en avril.

Tableau 2 : **Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel**
En points de pourcentage[a, b]

	2016	2017	2018	2019
Consommation	1,4 (1,3)	1,9 (1,4)	1,3 (1,2)	1,0 (1,1)
Logement	0,2 (0,2)	0,3 (0,3)	0,0 (0,0)	-0,1 (-0,2)
Administrations publiques	0,5 (0,5)	0,5 (0,6)	0,3 (0,2)	0,0 (0,1)
Investissements fixes des entreprises	-1,0 (-1,0)	-0,1 (-0,2)	0,3 (0,4)	0,4 (0,4)
Total partiel : demande intérieure finale	1,1 (1,0)	2,6 (2,1)	1,9 (1,8)	1,3 (1,4)
Exportations	0,4 (0,4)	0,5 (0,6)	0,7 (0,9)	0,8 (0,9)
Importations	0,2 (0,3)	-0,9 (-0,4)	-0,6 (-0,8)	-0,5 (-0,5)
Total partiel : exportations nettes	0,6 (0,7)	-0,4 (0,2)	0,1 (0,1)	0,3 (0,4)
Stocks	-0,3 (-0,3)	0,6 (0,3)	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)
PIB	1,5 (1,4)	2,8 (2,6)	2,0 (1,9)	1,6 (1,8)
Pour mémoire (taux de variation) :				
Fourchette de la production potentielle	de 1,1 à 1,5 (de 1,1 à 1,5)	de 1,0 à 1,6 (de 1,0 à 1,6)	de 1,1 à 1,7 (de 1,1 à 1,7)	de 1,1 à 1,9 (de 1,1 à 1,9)
Revenu intérieur brut réel	0,8 (0,7)	4,0 (3,6)	1,5 (1,6)	1,5 (1,6)
Inflation mesurée par l'IPC	1,4 (1,4)	1,6 (1,9)	1,8 (2,0)	2,1 (2,1)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Du fait que les chiffres sont arrondis, la somme des éléments ne correspond pas toujours au total.

Encadré 1

Principaux éléments du scénario de référence

La projection de la Banque repose toujours sur plusieurs hypothèses centrales, dont la modification aura des répercussions sur les perspectives entourant les économies mondiale et canadienne. La Banque examine périodiquement ces hypothèses et évalue la sensibilité de la projection économique à celles-ci.

- La Banque suppose que les cours du pétrole se maintiendront près de leurs niveaux moyens récents. Les cours du Brent, du West Texas Intermediate et du Western Canada Select s'établissent respectivement à environ 50, 45 et 35 $ US le baril, soit des niveaux plus faibles qu'elle ne l'avait postulé dans le *Rapport* d'avril.
- Par convention, la Banque ne cherche pas à prévoir le taux de change dans le scénario de référence. En conséquence, elle postule que le dollar canadien demeurera, durant la période projetée, proche du niveau moyen observé récemment, soit 76 cents. Cette hypothèse est à peu de choses près comparable à celle d'avril.
- La Banque fait l'hypothèse que la marge de capacités excédentaires dans l'économie canadienne indiquée par l'écart de production était de 1/2 % au deuxième trimestre de 2017, ce qui correspond au point milieu de la fourchette de 0 à 1 % dans laquelle elle situait cette marge[1]. Cette hypothèse est du même ordre que celle d'avril, la Banque postulant alors des capacités excédentaires de 3/4 % pour le premier trimestre de 2017.
- La croissance annuelle de la production potentielle devrait s'établir en moyenne à 1,4 % au cours de la période de projection 2017-2019 et, par conséquent, avoisiner le point milieu de la fourchette d'estimations de la Banque (**Tableau 2**). Cette hypothèse reste inchangée par rapport à celle d'avril. De plus amples précisions sur l'évaluation que fait la Banque de la production potentielle sont données dans l'annexe de la livraison d'avril 2017 du *Rapport*.
- La Banque estime que le taux directeur nominal neutre au Canada se situe entre 2,5 % et 3,5 %. La projection actuelle est basée sur le point milieu de cette fourchette, laquelle n'a pas changé depuis avril.

1. Le niveau de la production potentielle au premier trimestre de 2017 demeure inchangé par rapport à l'estimation qui en était faite dans la livraison d'avril.

L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) a été faible récemment, en raison principalement des prix des aliments, de l'électricité et des automobiles. L'offre excédentaire au sein de l'économie a aussi joué un rôle à cet égard. L'inflation devrait se raffermir et retourner à un niveau proche de 2 % à la mi-2018 à mesure que les mouvements de prix relatifs se dissiperont et que les capacités excédentaires se résorberont.

La croissance à court terme devrait rester nettement supérieure à celle de la production potentielle

La croissance du PIB s'est fortement redressée au premier trimestre de 2017, pour atteindre 3,7 %, conformément aux attentes formulées dans le *Rapport* d'avril (**Tableau 3** et **Graphique 6**). La demande intérieure s'est avérée robuste : la croissance de la consommation s'est renforcée, l'activité dans le secteur du logement a monté en flèche et l'investissement dans le secteur pétrolier et gazier a rebondi après une longue période de baisse marquée. Une reconstitution importante des stocks dans le secteur manufacturier, après une réduction au trimestre précédent, a aussi contribué nettement à la croissance. Par contraste, à l'extérieur du secteur des ressources, l'expansion des exportations et des dépenses d'investissement est restée modérée.

Tableau 3 : **Résumé des projections relatives à l'économie canadienne**
Taux de variation en glissement annuel[a]

	2016	2017			2016	2017	2018	2019
	T4	T1	T2	T3	T4	T4	T4	T4
Inflation mesurée par l'IPC	1,4 (1,4)	1,9 (2,0)	1,4 (1,7)	1,3	1,4 (1,4)	1,6 (2,1)	2,0 (2,1)	2,1 (2,1)
PIB réel	2,0 (1,9)	2,3 (2,2)	3,4 (3,1)	2,8	2,0 (1,9)	2,7 (2,5)	1,8 (1,9)	1,5 (1,5)
Taux de variation annualisé en glissement trimestriel[b]	2,7 (2,6)	3,7 (3,8)	3,0 (2,5)	2,0				

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*. Les principaux éléments du scénario de référence sont présentés à l'Encadré 1.

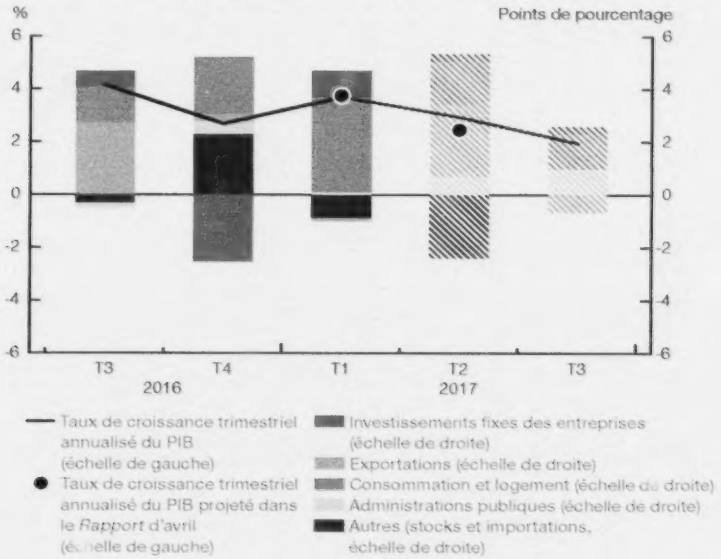
b. Les deuxième et troisième trimestres de 2017 sont les seuls trimestres de la période de projection pour lesquels des données sur la croissance du PIB réel étaient disponibles au moment d'effectuer la projection. C'est pour cette raison que le taux de variation en glissement trimestriel n'est pas présenté au-delà de cette période. Les projections en glissement annuel au quatrième trimestre visent à fournir une perspective à plus long terme.

La croissance du PIB devrait se situer en moyenne à 2 1/2 % aux deuxième et troisième trimestres, et demeurer supérieure à celle de la production potentielle. Selon les données mensuelles récentes, la croissance des exportations a augmenté, tandis que celle des investissements des entreprises a fléchi. En particulier, par rapport au premier trimestre, les activités de forage de pétrole et de gaz ont marqué le pas, et le rythme d'expansion vigoureux des importations de machines et de matériel a ralenti. De plus, l'activité dans le secteur du logement a régressé, en raison principalement d'un vif recul de l'activité de revente à Toronto et en périphérie. Parallèlement, l'expansion des dépenses de consommation devrait décélérer pour s'établir à un rythme plus soutenable, à mesure que l'effet temporaire des paiements de transfert et paiements spéciaux sur la croissance du revenu disponible des ménages diminuera[3]. En outre, les ventes de véhicules automobiles, qui se sont révélées plus fortes que ne le laissaient supposer les facteurs fondamentaux de la demande, ont atteint un sommet historique et devraient ralentir.

3 Si l'Allocation canadienne pour enfants a stimulé temporairement la croissance de la consommation, elle continuera de soutenir le niveau des dépenses des ménages.

Graphique 6 : **La croissance à court terme devrait ralentir tout en restant supérieure à la production potentielle**

Contribution à la croissance du PIB réel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et estimations et calculs de la Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : 2017T3

Les capacités excédentaires au sein de l'économie continuent de se résorber

Au cours de la dernière année, une part appréciable des capacités excédentaires qui étaient présentes dans l'économie s'est résorbée, comme en témoigne le rétrécissement des deux mesures dont se sert la Banque à cet égard[4]. Les résultats de l'enquête de cette dernière sur les perspectives des entreprises parus cet été laissent également supposer que les pressions sur la capacité de production s'accentuent. Dans l'ensemble, la Banque juge qu'au deuxième trimestre de 2017, la marge de capacités excédentaires au sein de l'économie se situait entre 0 et 1 %, contre, selon les estimations, une fourchette comprise entre 1 1/2 et 2 1/2 % un an plus tôt[5].

Plusieurs indicateurs du marché du travail cadrent avec cette évaluation, ce qui donne à penser que la marge de ressources inutilisées sur le marché du travail se résorbe aussi, quoiqu'avec un retard. Ces derniers mois, la croissance de l'emploi a été solide et le taux de chômage a diminué. Les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises font également état d'un resserrement généralisé des conditions sur le marché du travail, les répondants étant plus nombreux à signaler des pénuries de main-d'œuvre et à indiquer que celles-ci se sont intensifiées. Diverses mesures des salaires continuent d'indiquer une progression modeste, bien que la

4 Les estimations structurelle et statistique que la Banque fait de l'écart de production se trouvent dans le site Web de l'institution : Statistiques > Indicateurs > Indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et l'inflation au Canada.

5 Cette estimation, la plus récente, tient compte des révisions historiques, mais exclut l'incidence des feux de forêt survenus en Alberta au cours de ce trimestre. Dans le *Rapport* de juillet 2016, la Banque estimait que la marge de capacités excédentaires, abstraction faite de l'incidence des feux de forêt, se situait entre 1 et 2 %.

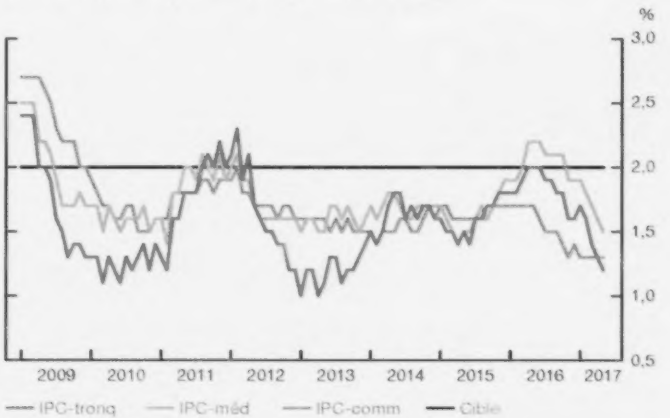
croissance des salaires, mesurée par l'Enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail, soit passée de 1,2 % en moyenne en 2016 à 2,3 % en moyenne depuis le début de l'année[6, 7]. D'autres indicateurs donnent à penser qu'il subsiste une marge de ressources inutilisées, surtout dans les secteurs et les régions à forte intensité énergétique. Des capacités excédentaires se reflètent également dans les niveaux élevés du chômage de longue durée et le nombre moyen d'heures travaillées, qui demeure inférieur à sa tendance.

Des facteurs temporaires ont freiné l'inflation ces derniers mois

L'inflation mesurée par l'IPC a chuté depuis le début de l'année pour s'établir, selon les estimations, à 1,4 % en moyenne au deuxième trimestre, alors que deux des trois mesures de l'inflation fondamentale utilisées par la Banque ont également continué de baisser (**Graphique 7**)[8]. Le ralentissement de l'inflation peut s'expliquer en grande partie par une diminution du rythme d'augmentation des prix à la consommation de l'énergie et des prix des automobiles (**Encadré 2**). Tant le ralentissement de la croissance des prix de l'essence que les rabais sur les prix de l'électricité accordés par le gouvernement de l'Ontario ont pesé sur les prix à la consommation de l'énergie. L'inflation mesurée par l'IPC et les mesures de l'inflation fondamentale sont également contenues par les capacités excédentaires actuelles et passées dans l'économie, mais cet effet s'est atténué au cours des derniers trimestres. Il se peut aussi que des facteurs structurels mondiaux, dont il est question à la page 5, contribuent au bas niveau de l'inflation au Canada.

Graphique 7 : **Deux des trois mesures de l'inflation fondamentale ont continué de baisser**

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et Banque du Canada — Dernière observation : mai 2017

6 Cette augmentation de la croissance des salaires s'observe dans la mesure à pondération variable de l'Enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail.

7 Selon les estimations du personnel de la Banque, la chute des cours des produits de base pourrait avoir retranché environ 0,5 point de pourcentage à la croissance des salaires à la mi-2016. Pour une analyse connexe, voir D. Brouillette, J. Ketcheson, O. Kostyshyna et J. Lachaine (2017), *Wage Growth in Canada and the United States: Factors Behind Recent Weakness*, note analytique du personnel n° 2017-8, Banque du Canada et l'Encadré 4 de la livraison d'avril 2017 du *Rapport*.

8 L'inflation mesurée par l'IPC a fléchi plus que prévu au cours des derniers mois, du fait surtout d'un ralentissement de la croissance des prix des automobiles plus marqué qu'escompté.

Encadré 2

Expliquer le récent ralentissement de l'inflation au Canada

L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) a fléchi depuis le début de l'année. Le ralentissement de l'inflation en glissement annuel s'observe avant tout dans le rythme d'accroissement des prix des biens, alors que la croissance des prix des services est demeurée relativement stable. En particulier, les taux d'augmentation des prix à la consommation de l'énergie et des prix des automobiles ont baissé. Ensemble, ces facteurs ont fait diminuer l'inflation de 0,7 point de pourcentage entre le premier et le deuxième trimestre de 2017.

La hausse des prix à la consommation de l'énergie s'essouffle

Comme prévu, la forte poussée des prix à la consommation de l'énergie enregistrée en janvier 2017 a commencé à s'essouffler, ce qui s'est traduit, entre le premier et le deuxième trimestre de l'année, par un fléchissement de l'ordre de 0,5 point de pourcentage de l'inflation mesurée par l'IPC (**Graphique 2-A**). Cette évolution est, en partie, la résultante du récent recul des cours du pétrole brut et de l'atténuation de l'influence des hausses de prix importantes observées en 2016. En outre, les mesures prises par le gouvernement de l'Ontario ont réduit le coût de l'électricité pour les particuliers. En mai, les prix de l'électricité compris dans l'IPC national avaient baissé de 5,5 % par rapport à leur niveau d'il y a un an.

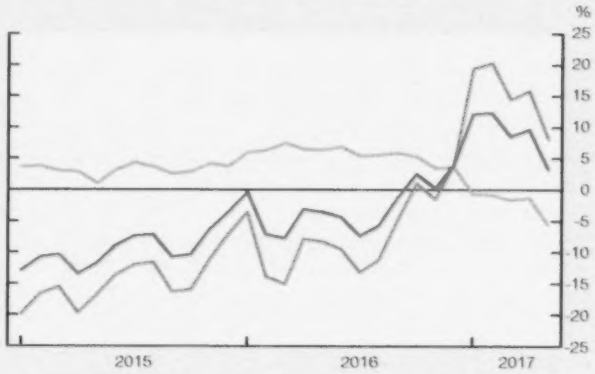
Le renchérissement des automobiles a considérablement diminué

La récente chute marquée du taux de croissance des prix des automobiles a entraîné, entre le premier et le deuxième trimestre de 2017, un fléchissement d'environ 0,2 point de pourcentage de l'inflation mesurée par l'IPC (**Graphique 2-B**).

Du mois d'août 2015 au mois de septembre 2016, les prix des automobiles ont connu une progression sensible au Canada en raison, selon toute vraisemblance, d'une forte demande et de l'incidence de la dépréciation du dollar canadien. Depuis, l'inflation dans ce segment des biens a fortement décéléré et est revenue en mai près de sa moyenne historique. Cette dynamique apparaît propre au Canada, car, aux États-Unis, les prix des voitures neuves ont continué d'afficher un rythme d'augmentation relativement stable.

Graphique 2-A : La hausse des prix à la consommation de l'énergie s'essouffle

Composantes de l'IPC, taux de variation en glissement annuel, données mensuelles

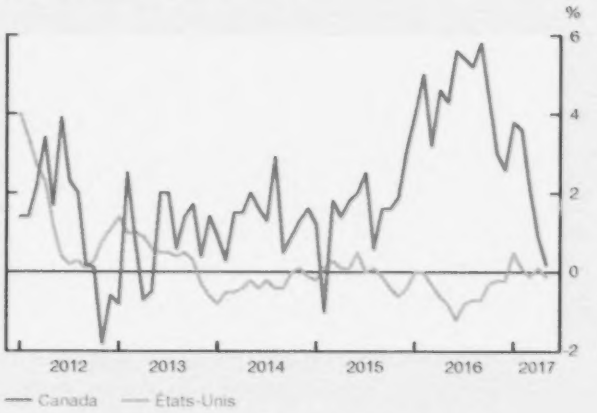


Nota : L'énergie hors électricité comprend l'essence, le gaz naturel, le mazout et les autres combustibles.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : mai 2017

Graphique 2-B : L'évolution des prix des automobiles a contribué au recul marqué de l'inflation mesurée par l'IPC

Prix des automobiles compris dans l'IPC, taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada, Bureau des statistiques du travail des États-Unis par l'intermédiaire de Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : mai 2017

La croissance du PIB devrait se généraliser davantage

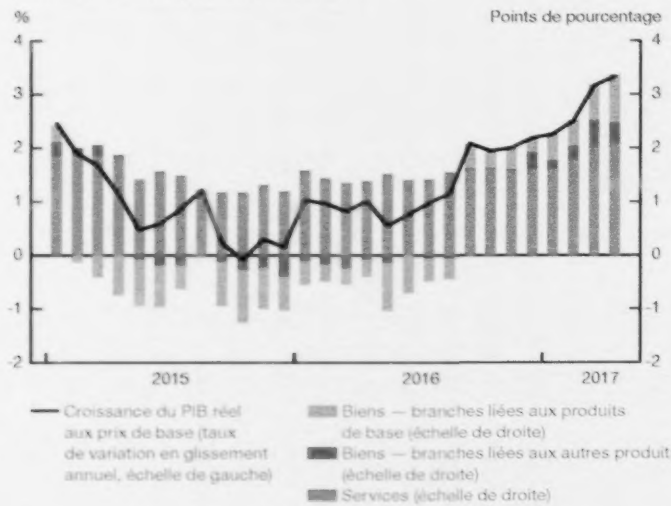
La Banque prévoit que la croissance du PIB réel restera supérieure à celle de la production potentielle et se généralisera davantage, mais qu'elle ralentira au cours de la période projetée. Le PIB réel devrait progresser de 2,8 % en 2017, de 2,0 % en 2018 et de 1,6 % en 2019 (**Tableau 2**). En raison surtout du fait que les dépenses des ménages sont plus vigoureuses qu'escompté, la croissance prévue pour 2017 et 2018 est plus élevée que dans le *Rapport* d'avril. En conséquence, les capacités excédentaires dans l'économie se résorbent plus rapidement, et l'on s'attend maintenant à ce que l'écart de production se referme vers la fin de 2017. Le chiffre de la croissance pour 2019 est appelé à s'approcher du taux d'expansion estimé de la production potentielle.

La croissance devrait continuer de se généraliser à l'échelle des secteurs et des régions, l'économie s'étant en grande partie ajustée à la chute des cours du pétrole amorcée au second semestre de 2014. En particulier, l'effet modérateur exercé sur la croissance des dépenses d'investissement et de l'économie par les prix plus bas du pétrole s'est pour l'essentiel estompé, et la croissance des activités liées aux produits de base reprend. Cet ajustement économique a été favorisé par les conditions monétaires et financières expansionnistes et la dépréciation passée du dollar canadien. Toutefois, l'effet négatif sur les revenus se fait encore particulièrement sentir dans les provinces où le secteur de l'énergie est fortement présent.

Parallèlement, la production dans d'autres branches du secteur des biens se redresse aussi, alors que la solide expansion du secteur des services se poursuit (**Graphique 8**). Les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises publiés cet été laissent également supposer que la croissance continuera de se généraliser. Par exemple, les indicateurs avancés de l'activité économique se sont globalement raffermis dans l'ensemble des régions et secteurs (**Graphique 9**).

Graphique 8 : **La contribution du secteur des biens à la croissance de la production augmente**

Contribution à la croissance du PIB réel aux prix de base, données mensuelles désaisonnalisées

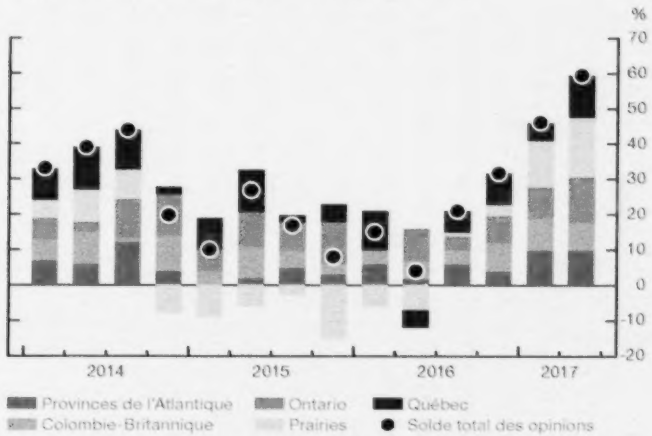


Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : avril 2017

La Banque s'attend à ce qu'au-delà de 2017, la croissance du PIB se diversifie encore parmi les différentes composantes de la demande (**Graphique 10** et **Tableau 2**). La croissance des exportations devrait augmenter à mesure que la demande étrangère s'accentuera, ce qui se traduira par une hausse de l'investissement et une expansion de la capacité de production. Les dépenses publiques devraient également stimuler la croissance durant la période de projection, à la faveur des mesures

Graphique 9 : **Les indicateurs des ventes futures se sont améliorés dans l'ensemble des régions**

Contribution au solde des opinions[a], données trimestrielles



a. D'après les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises publiés cet été, pourcentage des entreprises qui font état d'une amélioration des indicateurs récents (carnets de commandes, réservations, demandes de renseignements, etc.) par rapport à il y a douze mois, diminué du pourcentage de celles qui signalent une détérioration des indicateurs.

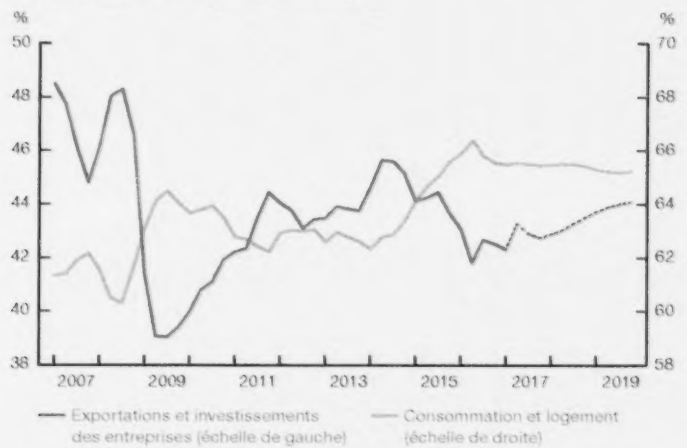
Nota : Les résultats à l'échelle régionale sont fondés sur des échantillons de petite taille.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2017T2

Graphique 10 : **La croissance du PIB devrait se diversifier parmi les différentes composantes de la demande**

Part du PIB nominal, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

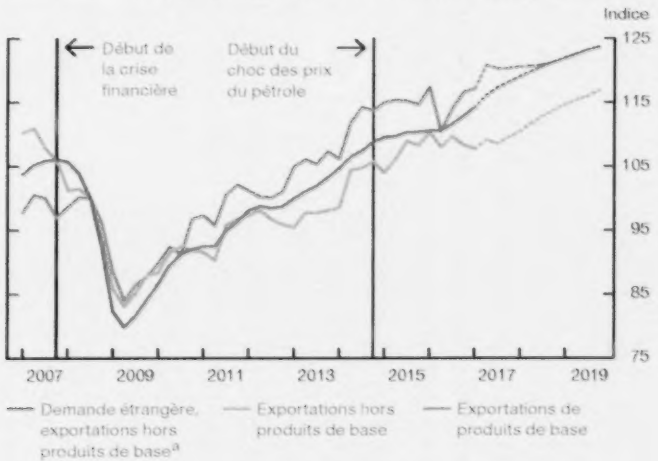
budgétaires annoncées précédemment[9]. En particulier, l'investissement public devrait contribuer de façon importante à la croissance économique à court terme[10]. Parallèlement, les dépenses des ménages continueront de soutenir la croissance, mais leur contribution devrait s'amoindrir. La croissance de la consommation sera bridée par les niveaux élevés d'endettement des ménages et la hausse des coûts d'emprunt à plus long terme, les rendements à long terme à l'échelle mondiale étant appelés à augmenter graduellement.

Les exportations devraient croître de pair avec la demande étrangère...

Bien que les exportations canadiennes aient souffert d'une réduction de leur part du marché mondial due à des facteurs structurels, leur reprise s'est poursuivie et elles devraient continuer leur expansion durant la période de projection, plus ou moins en phase avec la croissance généralisée de la demande étrangère (**Graphique 11**)[11]. Plus particulièrement, la croissance de l'ensemble des exportations devrait se redresser dans les trimestres à venir, une évaluation qui concorde avec les résultats de l'enquête sur les

Graphique 11 : **Les exportations devraient bénéficier du raffermissement de la demande étrangère**

Dollars enchaînés de 2007, base 100 de l'indice : 2008T3, données trimestrielles



a. La mesure de la demande étrangère d'exportations canadiennes hors produits de base est fondée sur GRACE (base 100 : 2007). Pour en savoir plus, voir A. Binette, T. Chernis et D. de Munnik (2017), *Global Real Activity for Canadian Exports: GRACE*, document d'analyse du personnel n° 2017-2, Banque du Canada.

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

9 Par ailleurs, le scénario économique de référence de la Banque tient compte des mesures budgétaires annoncées depuis la parution du *Rapport* d'avril, dont la hausse des dépenses prévue dans le budget de l'Ontario. On estime que ces mesures supplémentaires donneront une impulsion additionnelle à l'activité économique au cours de l'exercice 2017-2018.

10 Le budget fédéral de 2017 n'a en rien modifié les dépenses globales d'investissement en infrastructure introduites dans celui de 2016 et dans l'Énoncé économique de l'automne, mais une part accrue des dépenses seront réalisées durant l'exercice 2018-2019.

11 Le profil de la demande étrangère a été revu à la baisse depuis la parution du *Rapport* d'avril, la Banque ne tablant plus sur l'hypothèse d'un programme de relance budgétaire aux États-Unis dans son scénario de référence (voir la section « L'économie mondiale » du présent rapport). Ce changement des hypothèses de la projection a une incidence défavorable sur les exportations et retranche 0,1 % au niveau du PIB du Canada d'ici la fin de 2019.

perspectives des entreprises parus cet été. De nombreux répondants ont indiqué que leurs prévisions favorables relatives à l'économie américaine étaient de bon augure pour les ventes. Ils ont par exemple évoqué la solidité de l'activité dans le secteur de la construction aux États-Unis, le renforcement de la demande de services informatiques et de pétrole ainsi que l'essor du tourisme à destination du Canada. Toutefois, comme on le prévoyait en avril, la redéfinition des mandats de production des multinationales de la construction automobile se traduira par des réductions de la production de véhicules plus tard en 2017, ce qui entraînera une diminution des exportations de véhicules automobiles et de pièces.

La croissance des exportations de produits de base devrait progresser modérément durant la période de projection. Les cours du pétrole et des métaux communs ont reculé récemment, ce qui freine la croissance de la production dans ces branches d'activité. Parallèlement, de nouvelles restrictions commerciales pèsent lourdement sur les exportations de bois d'œuvre résineux. Certains autres produits de base non énergétiques bénéficient cependant de conditions plus favorables; par exemple, le rythme d'accroissement de la production et des exportations agricoles devrait augmenter au cours de la période de projection.

Les importations devraient également progresser modestement, soutenues par la croissance de la demande intérieure, particulièrement la demande de biens de consommation et d'investissements. L'effet de la dépréciation passée du dollar se fait sentir dans certains secteurs comme le tourisme, de nombreux Canadiens optant pour des vacances au Canada plutôt qu'à l'étranger. Toutefois, dans les autres secteurs, les indices d'une substitution des importations par la production intérieure du fait de la valeur du dollar sont limités jusqu'à maintenant.

... tandis que les investissements des entreprises devraient contribuer à la croissance

À l'instar des exportations, les investissements des entreprises devraient s'accroître au cours de la période de projection, à la faveur d'une expansion de l'activité économique dans le secteur hors ressources et le secteur des ressources. La tenue du secteur des ressources indique que l'ajustement du niveau des investissements en 2015 et 2016 causé par le choc passé des prix du pétrole y est en grande partie terminé (**Graphique 2**, page 3).

La croissance de l'investissement à l'extérieur du secteur des ressources devrait augmenter modérément à court terme, à mesure que davantage d'entreprises accroîtront leurs capacités de production pour répondre à la demande future[12]. Néanmoins, la reprise des investissements des entreprises devrait rester en deçà du niveau habituellement observé par le passé, ce qui est en partie attribuable aux difficultés d'ordre structurel, comme le ralentissement de la croissance de la population active ainsi que des préoccupations liées à l'incertitude entourant la politique économique des États-Unis[13].

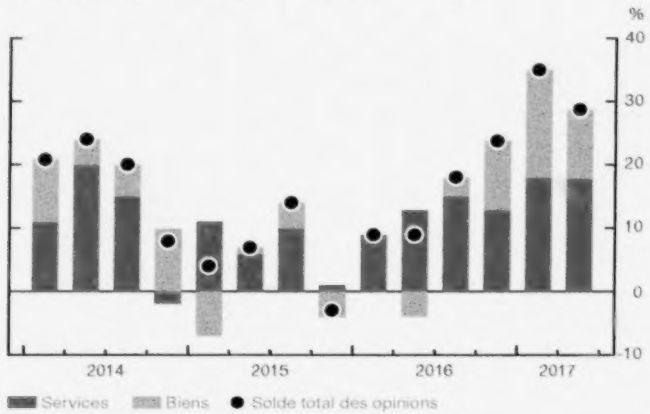
Les investissements dans le secteur du pétrole et du gaz ont nettement rebondi au premier trimestre, mais devraient s'accroître graduellement au fil de la période de projection. Ces perspectives sont corroborées par une

12 Les taux d'utilisation des capacités avoisinent leurs sommets historiques ou les ont atteints dans de nombreuses branches du secteur manufacturier. Les branches qui affichent un taux d'utilisation élevé sont notamment les produits chimiques, les produits en plastique, le textile, les produits en cuir et produits analogues, les produits en bois, les meubles, ainsi que les aliments et boissons.

13 Pour une analyse plus approfondie, voir R. Barnett et R. R. Mendes (2017), *A Structural Interpretation of the Recent Weakness in Business Investment*, note analytique du personnel n° 2017-7, Banque du Canada.

Graphique 12 : **Les intentions d'investissement ont augmenté dans l'ensemble des secteurs en 2017**

Contribution au solde des opinions[a], données trimestrielles



a. D'après les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises publiés cet été, pourcentage des entreprises qui prévoient augmenter leurs investissements en machines et matériel au cours des douze prochains mois, diminué du pourcentage de celles qui prévoient les réduire.

Source : Banque du Canada — Dernière observation : 2017T2

analyse des projets de dépenses en immobilisations des entreprises pétrolières et gazières ainsi que par les consultations que la Banque a menées auprès d'entreprises du secteur de l'énergie. Ces dernières ont manifesté un optimisme prudent et font preuve de vigilance dans la mise en œuvre de leurs projets d'investissement. Toutefois, les perspectives d'investissement de ce secteur dépendent dans une large mesure de l'évolution future des cours mondiaux du pétrole, qui ont récemment décliné[14].

Il ressort de l'enquête de l'été sur les perspectives des entreprises que la confiance continue de s'améliorer, ce qui est de bon augure pour l'investissement. Les intentions d'augmentation des dépenses d'investissement en machines et matériel au cours de la prochaine année demeurent manifestes dans l'ensemble des régions et des secteurs (**Graphique 12**).

Les dépenses de consommation restent un important moteur de la croissance...

Les dépenses des ménages devraient demeurer robustes à court terme, à la faveur de l'expansion de l'emploi, d'une augmentation de la croissance des salaires ainsi que d'une forte croissance du crédit. Des signes donnent à penser qu'un rebond des revenus est en cours dans les provinces où le secteur de l'énergie est fortement présent, tandis que les revenus continuent d'enregistrer des gains solides à l'extérieur de ces provinces. De plus, la vigueur des dépenses de consommation observée dans une grande partie du pays gagne les provinces où le secteur de l'énergie est fortement présent, une tendance qui devrait se poursuivre (**Tableau 4**).

14 Par rapport à avril, la projection relative aux cours du pétrole a été revue à la baisse d'environ 5 $ US. Les prévisions concernant le niveau des investissements dans le pétrole et le gaz et le niveau du PIB d'ici la fin de 2019 ont donc été elles aussi revues à la baisse, soit d'environ 5 % et 0,1 %, respectivement.

Tableau 4 : **L'activité économique se redresse dans les provinces où le secteur de l'énergie est fortement présent**
Taux de variation, données mensuelles

		De novembre 2014 à juillet 2016	Depuis juillet 2016
Emploi	Provinces où le secteur de l'énergie est fortement présent	-4,0	-0,3
	Reste du Canada	3,2	1,2
Ventes au détail (valeurs nominales)	Provinces où le secteur de l'énergie est fortement présent	-5,7	7,5
	Reste du Canada	9,0	6,5
Reventes de logements (unités)	Provinces où le secteur de l'énergie est fortement présent	-20,8	-2,7
	Reste du Canada	15,4	-4,0

Nota : Les provinces où le secteur de l'énergie est fortement présent sont l'Alberta, la Saskatchewan et Terre-Neuve-et-Labrador.
Sources : Statistique Canada, Association canadienne de l'immeuble et calculs de la Banque du Canada
Dernières observations : avril 2017 (emploi et ventes au détail) et mai 2017 (reventes de logements)

Dans l'ensemble, la croissance des dépenses de consommation devrait diminuer en raison du ralentissement graduel attendu de la progression du revenu disponible, par suite notamment de la résorption de l'effet de l'Allocation canadienne pour enfants. L'endettement élevé des ménages et un ralentissement du marché du logement devraient également peser sur les dépenses de consommation.

... tandis que l'activité dans le secteur du logement ralentira probablement

Jusqu'à tout récemment, l'activité dans le secteur du logement a été assez vive dans certaines régions[15]. Il convient de souligner qu'une augmentation marquée des reventes et des mises en chantier a été enregistrée au début du printemps à Toronto et dans les environs. Par ailleurs, les marchés en Alberta ont semblé avoir franchi un creux, les ventes s'inscrivant en hausse par rapport à leurs niveaux d'il y a un an. En avril, la croissance des prix du logement au Canada a atteint 20 % en glissement annuel, sous l'impulsion d'une forte progression des prix à Toronto et en périphérie ainsi que, dans une moindre mesure, dans le Grand Vancouver[16]. Dans d'autres régions du Canada, la croissance des prix a été beaucoup plus modeste.

Toutefois, la récente baisse prononcée des reventes et le ralentissement des mises en chantier à Toronto et dans les environs ont contribué depuis avril à une décélération de l'activité dans le marché du logement. Le Plan de l'Ontario pour le logement équitable y est sans doute pour quelque chose, mais il est trop tôt pour évaluer l'étendue de ses effets[17].

15 On trouvera une analyse plus détaillée du secteur du logement dans la livraison de juin 2017 de la *Revue du système financier* de la Banque du Canada.

16 Fondée sur l'Indice des prix des propriétés Multiple Listing Service de l'Association canadienne de l'immeuble, cette estimation est supérieure à l'estimation nationale de 13 % donnée par l'indice composite Teranet-Banque Nationale portant sur les prix des maisons dans onze villes. Cet écart est en partie dû au fait que le premier indice accorde une plus grande pondération aux secteurs à forte croissance des prix de la région du Grand Toronto situés à l'extérieur de Toronto et de Hamilton.

17 En avril 2017, la province de l'Ontario a dévoilé le Plan pour le logement équitable, qui a introduit plusieurs dispositions propres à influencer la demande et l'offre. Parallèlement aux modifications qui ont été apportées aux politiques en matière de logement en 2016, ces nouvelles mesures favoriseront la stabilité du marché de l'habitation et devraient se traduire par un affaiblissement de l'activité de revente à court terme.

Dans l'avenir, l'investissement résidentiel devrait contribuer dans une moindre mesure à la croissance globale. L'adoption de mesures macroprudentielles et de politiques en matière de logement ainsi que l'accroissement des coûts d'emprunt à plus long terme découlant de la hausse graduelle projetée des rendements à long terme à l'échelle mondiale devraient peser sur les dépenses de logement[18].

L'inflation mesurée par l'IPC devrait décliner avant de remonter pour avoisiner 2 %

L'inflation mesurée par l'IPC devrait ralentir un peu plus au troisième trimestre, pour se chiffrer en moyenne à 1,3 %, en grande partie sous l'effet de la dernière baisse des prix de l'électricité survenue en Ontario en juillet (**Tableau 3**).

L'inflation devrait ensuite remonter, pour avoisiner 2 % au milieu de 2018 (**Graphique 13**)[19]. Les mouvements de deux importants prix relatifs devraient ajouter ensemble environ 0,6 point de pourcentage à l'inflation. D'une part, la hausse des prix des aliments, qui était faible depuis un certain temps, devrait rebondir sous l'effet du renchérissement des produits agricoles et à mesure que s'estomperont les effets désinflationnistes causés par la concurrence accrue que se livrent les détaillants alimentaires (**Graphique 14**)[20]. D'autre part, l'effet modérateur qu'exercent sur l'inflation les baisses de prix de l'électricité en Ontario devrait se dissiper graduellement.

De plus, l'incidence de la résorption prévue de l'écart de production se fera sentir. Au troisième trimestre de cette année, l'offre excédentaire a pour effet de retrancher 0,2 point de pourcentage à l'inflation. À mesure que l'offre excédentaire se résorbera, l'inflation devrait retourner durablement près de la cible de 2 %.

Cette projection cadre avec le maintien d'attentes d'inflation à moyen et à long terme bien ancrées. Les compilations de Consensus Economics publiées en juin 2017 font état de taux d'augmentation prévus de l'IPC de 1,9 % pour 2017 et de 2,0 % pour 2018. Se fondant sur la dispersion passée des prévisions du secteur privé, la Banque estime que ±0,3 point de pourcentage est un intervalle raisonnable autour de sa projection de référence concernant l'inflation mesurée par l'IPC. Cet intervalle vise à donner une idée de l'incertitude entourant les prévisions.

---

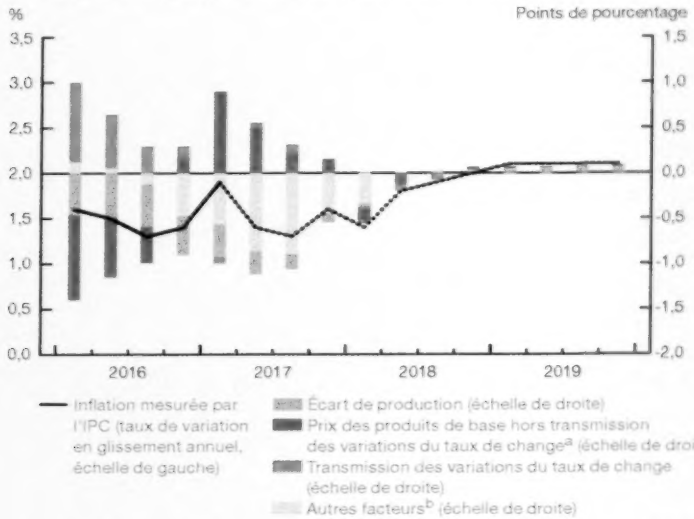
18 De plus, le 6 juillet 2017, le Bureau du surintendant des institutions financières a publié, aux fins de consultation publique, la nouvelle version d'une ligne directrice qui renforce et clarifie les attentes à l'égard des pratiques de souscription de prêts hypothécaires des institutions financières fédérales. Pour de plus amples renseignements, voir le communiqué.

19 Par convention, la Banque postule un taux de change constant durant la période de projection. Par conséquent, les variations du taux de change n'ont pas d'incidence sur l'inflation une fois que se sont estompés les effets des mouvements passés. L'incidence des cours des produits de base sur l'inflation est positive mais très faible en 2019. En effet, il est supposé que les prix du pétrole resteront près de leurs niveaux moyens récents tout au long de la période projetée, mais que ceux de certains produits de base non énergétiques augmenteront avec modération.

20 Compte tenu des prix des produits agricoles observés à l'échelle mondiale, la faiblesse des prix des aliments a été plus prononcée que prévu, ce qui donne à penser que le renforcement de la concurrence dans le secteur canadien de l'alimentation au détail a également bridé la croissance des prix. Historiquement, les variations de la hausse des prix des aliments ont concordé en gros, mais avec un certain retard, avec les mouvements des cours mondiaux des produits agricoles. Les effets sur l'inflation de la concurrence accrue que se livrent les détaillants alimentaires devraient se dissiper d'ici le début de 2018.

Graphique 13 : **L'inflation mesurée par l'IPC devrait augmenter et demeurer près de 2 % pendant la période de projection**

Contribution à l'écart de l'inflation par rapport à la cible de 2 %



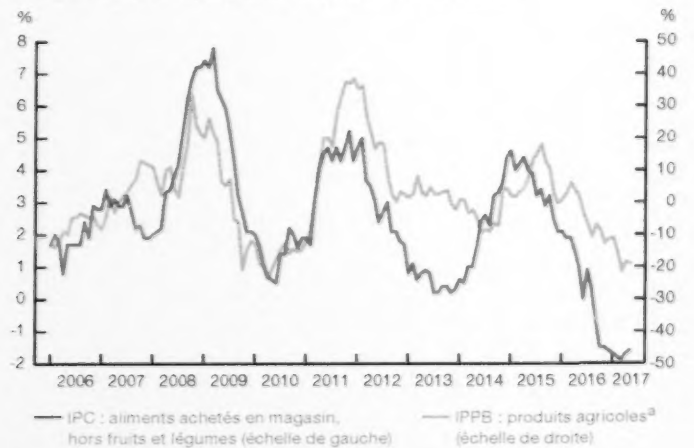
a. Cette mesure tient aussi compte de l'incidence sur l'inflation de l'écart par rapport à la relation habituelle entre les prix de l'essence et les cours du brut, de l'adoption du programme de plafonnement et d'échange en Ontario, ainsi que de la redevance sur le carbone en Alberta.

b. Au final, du quatrième trimestre de 2016 au deuxième trimestre de 2018, les autres facteurs représentent principalement l'incidence prévue de l'inflation des aliments — qui est inférieure à la moyenne en raison notamment de l'amélioration des récoltes et de l'intensification de la concurrence que se livrent les détaillants alimentaires — ainsi que l'incidence estimative sur les prix de l'électricité du plan ontarien pour l'équité dans le secteur de l'électricité.

Sources : Statistique Canada et estimations, calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 14 : **Les prix à la consommation des aliments ont baissé plus que les prix des produits agricoles l'auraient laissé entrevoir**

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



a. Indice des produits de base de la Banque du Canada (prix exprimés en dollars canadiens et retardés de huit mois)

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : mai 2017 (IPC) et septembre 2016 (IPPB)

Les risques entourant les perspectives d'inflation

La possibilité d'une montée notable du protectionnisme à l'échelle internationale reste une source d'incertitude en ce qui concerne les perspectives. Cependant, il est difficile de quantifier précisément les conséquences de cette tendance sans connaître les mesures protectionnistes qui seront effectivement prises et le moment où elles seront mises en œuvre. La Banque a exercé son jugement de manière à inclure dans le scénario de base les effets négatifs de l'incertitude qui plane sur les investissements des entreprises et les exportations. Comme en avril, cette démarche lui a permis de mieux équilibrer les risques entourant les perspectives.

Les perspectives d'inflation formulées par la Banque sont soumises à plusieurs risques haussiers ou baissiers liés tant à la conjoncture extérieure qu'à la situation économique intérieure. Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques pesant sur sa projection de l'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés. Comme dans les rapports précédents, l'analyse porte sur certains risques susceptibles de se répercuter sur l'évolution projetée de l'inflation et qui sont jugés les plus importants parmi l'ensemble plus vaste de risques pris en compte dans la projection.

L'évolution des risques depuis avril est résumée au **Tableau 5**. Deux des risques énoncés dans la livraison d'avril ont été modifiés. Premièrement, l'atonie des investissements des entreprises au Canada a été intégrée à un risque plus général recouvrant aussi le rythme plus bas de la croissance des exportations. Deuxièmement, la production potentielle plus élevée au Canada fait à présent partie d'un risque plus global qui comprend la faiblesse persistante de l'inflation à l'échelle internationale et au Canada[21].

1) Faiblesse persistante de l'inflation au Canada et à l'échelle internationale

L'inflation a ralenti dans certaines économies avancées, y compris au Canada. Même si ce récent ralentissement s'explique en bonne partie par des facteurs transitoires, il est possible que des facteurs structurels mondiaux, abordés à la page 5, jouent un rôle plus déterminant qu'on ne le croit. Au cours de la période de projection, ces facteurs structurels pourraient exercer des pressions désinflationnistes au Canada et à l'étranger qui ne sont pas pleinement reflétées dans le scénario de référence.

21 Les risques représentés par un niveau plus élevé des taux d'intérêt à long terme dans le monde et des prix des produits de base énoncés dans le *Rapport* d'avril ne sont pas abordés dans la présente livraison, mais continuent de faire l'objet d'un suivi.

De plus, comme énoncé dans le *Rapport* d'avril, le recul des mesures de l'inflation fondamentale au Canada pourrait indiquer que le niveau actuel de la production potentielle est au-delà des estimations, ce qui aboutirait à une hausse de l'offre excédentaire et à une diminution des pressions inflationnistes. Par ailleurs, à mesure que l'économie se rapproche de sa pleine capacité, il pourrait y avoir plus de création d'entreprises et plus d'investissements privés que prévu, et les travailleurs sortis de la population active ou ayant été sous-employés pourraient être entièrement réintégrés, phénomène qui aurait pour effet de stimuler la production potentielle pendant la période de projection[22].

2) Croissance du PIB réel plus forte aux États-Unis

Bien que le scénario de référence intègre un rythme de croissance de l'économie américaine supérieur au taux de progression de la production potentielle, une trajectoire de croissance encore plus vigoureuse est aussi possible. En effet, la reprise en cours, conjuguée aux éventuels changements apportés aux politiques, par exemple des mesures de relance budgétaire et de déréglementation, pourrait réveiller des « esprits animaux », ou raviver la confiance des entreprises de manière à accélérer la cadence des investissements, la création d'entreprises et l'innovation, et à augmenter la croissance de la productivité. Un niveau plus élevé des dépenses des ménages et des investissements publics et privés aux États-Unis aurait des retombées positives sur la confiance des entreprises canadiennes, les investissements et les exportations.

3) Exportations plus faibles et atonie des investissements des entreprises au Canada

Même si la Banque est prudente dans sa projection concernant l'évolution des exportations et des investissements des entreprises, il existe un risque que les défis sur le plan de la compétitivité soient plus importants que prévu. Une perte accrue des parts de marché des exportateurs canadiens pourrait retarder les projets d'investissement futurs ou inciter les exportateurs à déplacer à l'étranger certaines de leurs activités d'investissement.

L'évolution décevante des investissements des entreprises depuis la crise financière mondiale de 2007-2009 pourrait aussi indiquer que des facteurs démographiques ou d'autres facteurs structurels ont une importance plus grande que ce qui avait été estimé.

4) Dépenses de consommation plus élevées et endettement en hausse des ménages canadiens

La vigueur des ventes de véhicules automobiles et des autres ventes au détail, combinée au haut niveau de confiance des consommateurs, laisse entrevoir une consommation sous-jacente dynamique. Bien que la Banque s'attende à ce que la croissance de la consommation ralentisse au cours des prochains trimestres, la robustesse enregistrée

---

22 Pour un complément d'information, voir J. Ketcheson, N. Kyui et B. Vincent (2017), *Labour Force Participation: A Comparison of the United States and Canada*, note analytique du personnel n° 2017-9, Banque du Canada.

récemment pourrait se maintenir si la croissance des salaires et des revenus des ménages continuait d'augmenter plus vite que prévu alors que le marché du travail se rapproche du plein emploi. De surcroît, la vigueur récente de la croissance du crédit pourrait persister plus longtemps qu'escompté. Ce phénomène stimulerait l'activité économique, mais il pourrait accentuer davantage les vulnérabilités macroéconomiques et financières associées à l'important niveau d'endettement des ménages.

5) Correction des prix des logements sur les marchés où il y a surchauffe au Canada

Les déséquilibres sur le marché du logement au Canada constituent une vulnérabilité importante, plus particulièrement dans les régions où les prix des logements ont augmenté à un rythme supérieur à ce que les facteurs fondamentaux permettent de justifier, par exemple dans les régions du Grand Toronto et du Grand Vancouver[23]. Une correction des prix des logements circonscrite dans certaines régions aurait une incidence néfaste et importante sur l'investissement résidentiel, les dépenses de consommation connexes et les services immobiliers dans les régions touchées. La chute des prix des logements pourrait également produire des effets défavorables sur la richesse et les garanties, effets qui plomberaient davantage les dépenses de consommation, et pourrait être accentuée par les hauts niveaux d'endettement des ménages. En somme, la correction des prix des logements dans une région serait très probablement localisée, mais pourrait avoir une incidence négative marquée sur les perspectives macroéconomiques.

Tableau 5 : **Évolution des risques depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* d'avril**

Risque	Évolutions récentes	Facteurs à surveiller
Faiblesse persistante de l'inflation au Canada et à l'échelle internationale	▪ Dans certaines économies avancées, dont le Canada, les capacités excédentaires se résorbent, mais l'inflation a ralenti ▪ De la même façon, les pressions salariales au sein de nombreuses économies restent modestes malgré l'amélioration de la situation sur le marché du travail ▪ Les mesures de l'IPC et de l'inflation fondamentale ont été plus faibles que prévu	▪ Les mesures de l'inflation fondamentale au sein des économies avancées, y compris au Canada ▪ Les estimations de l'écart de production ▪ Les mesures des ressources inutilisées sur le marché du travail, dont le travail à temps partiel involontaire, le nombre d'heures travaillées, les taux d'activité et le chômage de longue durée ▪ Les salaires et la productivité du travail ▪ L'adoption des nouvelles technologies, la croissance du commerce électronique
Croissance du PIB réel plus forte aux États-Unis	▪ Les récents indicateurs laissent entrevoir un rebond de la croissance du PIB au deuxième trimestre, comme attendu ▪ La productivité du travail a ralenti au premier trimestre ▪ L'incertitude entourant les politiques reste élevée	▪ La création d'entreprises, les investissements et la production industrielle ▪ Le taux d'activité et la productivité du travail ▪ La confiance des entreprises et des consommateurs ▪ La publication du budget et les autres annonces des autorités

(suite à la page suivante)

23 Pour un complément d'information, se reporter au Risque 2 de la livraison de juin 2017 de la *Revue du système financier*, Banque du Canada, p. 23.

Tableau 5 : **Évolution des risques depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* d'avril** *(suite)*

Risque	Évolutions récentes	Facteurs à surveiller
Exportations plus faibles et atonie des investissements des entreprises au Canada	• L'incertitude mondiale demeure élevée • Les exportations du Canada hors produits de base sont restées relativement stables depuis 2016 malgré une remontée de la demande étrangère • Les enquêtes auprès des entreprises laissent entrevoir une amélioration des intentions d'investissement dans l'ensemble des régions et des secteurs	• Les mesures de la demande étrangère • Les parts du marché des exportations • Les annonces de dépenses en immobilisations • Les investissements des entreprises américaines et les autres sources de la demande d'exportations canadiennes • Les indicateurs des intentions d'investissement et de la confiance des entreprises canadiennes • Les importations de machines et de matériel
Dépenses de consommation plus élevées et endettement en hausse des ménages canadiens	• Le taux d'épargne a reculé au premier trimestre de 2017 • La consommation s'est encore renforcée, les ventes de véhicules automobiles et les ventes au détail ayant été supérieures aux attentes • L'endettement des ménages a continué d'augmenter	• Les ventes de véhicules automobiles et les ventes au détail • La confiance des consommateurs • L'activité et les prix dans le secteur du logement • L'endettement et les habitudes d'épargne des ménages
Correction des prix des logements sur les marchés où il y a surchauffe au Canada	• Les déséquilibres sur le marché du logement se sont accentués en 2017, mais les données récentes témoignent d'un recul marqué de l'activité en Ontario au deuxième trimestre de 2017	• L'activité et les prix dans le secteur du logement • La confiance des consommateurs • Les dépenses des ménages • Le cadre réglementaire • Le crédit hypothécaire à l'habitation